

テーマ：民間シンクタンク・調査機関の経済見通し（8月発表） 発表日：8月23日（火）
 ～ 2005年度の見方はほぼ収斂。2006年度も安定成長がコンセンサス～ （No. N-41）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 新家 義貴（03-5221-4528）

（要旨）

- 2005年度の実質GDP成長率予測の平均値は+1.9%と、前回（5月）予測値から+0.4%Pの上方修正。標準的なシナリオは、「これまで景気の抑制要因だった輸出低迷やITセクターの在庫調整にそれぞれ改善の目処がたっている。加えて、個人消費や設備投資を中心とする民間内需も底堅く推移することから、景気の回復基調が続く」というもの。
- 「踊り場を脱却した」あるいは「脱却しつつある」ということで足元の評価はほぼ固まっており、景気認識自体には各機関とも大きな差はない。2005年度の見通しはほぼ収斂してきている。
- 2006年度の実質GDP成長率予測平均値は+1.8%と、前回（5月）予測値から+0.1%の上方修正。潜在成長率とされる1%台半ばを超える成長が今後も続くことが見込まれており、2006年度も景気回復が続くとの見方がコンセンサス。景気を持続性に対しては肯定的な意見が多い。
- 景気回復力に関しては見方が若干分かれている。強気派は内需を強めに、弱気派は内需に慎重な見方をする傾向がある。日本経済の構造的な改善をどこまで評価するかといった点についての見方の相違や、海外経済の想定差によって見通しの差がもたらされた。

○ 2005年度 ～ 景気認識に大きな相違なし ～

民間シンクタンク・調査機関による改訂経済見通しが発表されている。以下では現段階で集計した民間シンクタンクの見通しの動向を概観する（8月22日時点 27機関）。

予測数値（実質GDP成長率）

2005年度平均	+1.9%（最低 +1.5% ～ 最高 +2.5%）	第一生命経済研究所	+1.8%
2006年度平均	+1.9%（最低 +0.8% ～ 最高 +3.0%）	第一生命経済研究所	+2.0%

前回（5月）見通しからの修正幅

2005年度平均	+0.4%P（最低 0.0%P ～ 最高 +1.1%P）	第一生命経済研究所	+0.4%P
2006年度平均	+0.2%P（最低 ▲0.5%P ～ 最高 +0.9%P）	第一生命経済研究所	0.0%P

2005年度の実質GDP成長率予測の平均値は+1.9%と、前回（5月）予測値から+0.4%Pの上方修正となった（27機関平均）。個人消費や設備投資といった民間内需が予想以上に底堅かったことがその理由だ。多くの機関で想定されている標準的なシナリオは、「これまで景気の抑制要因だった輸出低迷やITセクターの在庫調整にそれぞれ改善の目処がたっている。加えて、個人消費や設備投資を中心とする民間内需も底堅く推移することから、景気の回復基調が続く」というものである。

今回の経済見直し改訂で最も特徴的だったことは、2005年度の見通しがほぼ収斂してきたことだ。予測レンジも+1.5%～+2.5%とかなり狭く、27機関中16機関が+1%台後半に集中している。前回5月の予測

時点では予測レンジは+0.6%～+2.3%と比較的広く、先行きの景気後退や顕著な景気減速を見込む機関も複数存在した。しかし今回は、日本経済研究センターの「景気のパラダイム自体は一貫して弱まる方向にある」といった意見が目立つ程度で、その他の機関は程度の差こそあれ今後も景気の回復基調が続くと予想している。景気後退派はほぼ姿を消したといいだろう。全体的にみて、前回予測における強気派は予想をおおむね据え置く一方で、相対的に弱気派だった機関が上方修正をした結果、見通しが収斂していった格好になる。

また、8月上旬に政府と日銀が相次いで事実上の踊り場脱却宣言を行ったこともあって、踊り場脱却についての記述も多かった。まだ踊り場を脱却していないという意見もかなり多いのだが、そうした立場の機関でも、足元で輸出の持ち直しの兆しや在庫調整の進展といった材料がみられることから、近々踊り場を脱却すると予想している。つまり、脱却時期の見通しに多少のずれはあるものの、「踊り場を脱却した」あるいは「脱却しつつある」ということで足元の評価はほぼ固まっており、景気認識自体には各機関とも大きな差はない。景気踊り場脱出の可能性や時期については、すでに日本経済のメインテーマではなくなっていると言っても良いのではないだろうか。

2005年度 経済見通し一覧

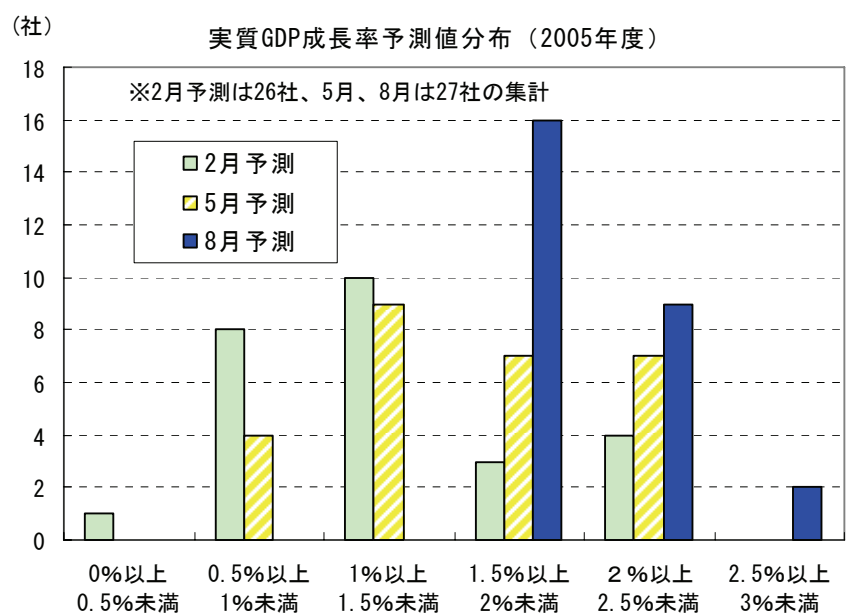
2005年8月発表 (単位: %)

	社名	実質					名目 GDP	CPI (コア)	米国実質 GDP
		GDP	消費	設備	公共投資	輸出			
1	ドイツ証券	2.5	2.2	6.9	▲ 5.0	7.1	1.4	0.1	3.8
2	モルガンスタンレー証券	2.5	2.1	8.3	▲ 5.6	8.6	1.6	0.0	3.8
3	BNPパリバ証券	2.3	2.2	6.8	▲ 5.1	6.8	1.6		
4	ゴールドマンサックス証券	2.3	2.4	6.1	▲ 7.9	6.4	1.5	0.0	
5	パークレイズキャピタル証券	2.2	2.2	6.4	▲ 3.8	7.5	1.6	0.1	
6	富国生命保険	2.2	2.0	5.2	▲ 4.0	6.4	1.7	0.0	3.6
7	JPモルガン	2.2	2.6	7.0	▲ 5.3	6.7	1.3	0.1	
8	農林中金総合研究所	2.1	2.1	5.7	▲ 2.6	6.4	1.4	▲ 0.1	3.6
9	日本総合研究所	2.0	1.7	8.8	▲ 5.4	5.5	0.9	▲ 0.1	
10	日興シティグループ証券	2.0	1.9	6.5	▲ 5.5	5.7	1.3	0.0	
11	野村証券	2.0	2.0	7.0	▲ 4.7	6.1	1.3	0.1	3.6
12	みずほ総合研究所	1.9	1.8	6.5	▲ 7.5	6.8	0.9	0.0	3.7
13	明治安田生命保険	1.9	2.0	6.1	▲ 4.2	4.9	1.1	0.0	3.5
14	住友信託銀行	1.9	2.1	6.6	▲ 6.0	5.7	0.9	▲ 0.1	3.7
15	新光総合研究所	1.9	1.8	5.7	▲ 4.7	6.7	0.8	0.0	3.6
16	第一生命経済研究所	1.8	1.9	6.5	▲ 4.7	4.4	1.0	0.0	3.7
17	浜銀総合研究所	1.8	1.9	5.3	▲ 5.3	4.8	0.9	▲ 0.1	3.6
18	東京三菱銀行	1.8	2.1	5.7	▲ 4.4	5.9	0.8	▲ 0.2	3.7
19	三菱証券	1.8	2.0	6.0	▲ 5.6	5.6	0.9	0.0	3.5
20	ニッセイ基礎研究所	1.8	1.7	6.1	▲ 2.8	6.1	0.7	0.0	3.7
21	信金中央金庫総合研究所	1.8	1.6	4.9	▲ 4.8	5.4	0.9	0.0	3.5
22	大和証券SMBC	1.7	1.8	4.6	▲ 3.7	5.3	0.7	0.0	
23	大和総合研究所	1.7	2.0	6.0	▲ 3.8	3.9	0.7	0.1	3.4
24	日本経済研究センター	1.7	1.8	4.8	▲ 3.0	4.9	0.5	0.0	3.4
25	三井トラスト・ホールディングス	1.6	1.5	4.2	▲ 4.3	4.4	0.9		3.5
26	UFJ総合研究所	1.6	1.8	3.4	▲ 1.9	5.6	0.6	0.0	3.4
27	三菱総合研究所	1.5	1.8	3.4	▲ 8.6	3.4	1.2	▲ 0.1	3.5
見通し平均		1.9	2.0	5.9	▲ 4.8	5.8	1.1	▲ 0.0	3.6

成長の内訳をみると、個人消費が平均で+2.0%（5月時点+1.4%）、設備投資が平均+5.9%（5月時点+3.1%）とそれぞれ上方修正されており、民間内需が予想以上に底堅かったことが今回のGDP見直し上方修正につながったことが分かる。

個人消費に関しては、5月時点の予測では、2005年1-3月期の高成長は昨年10-12月期に落ち込んだ反動であり、4-6月期には伸びが大幅に鈍化するという意見が多かったが、実際には雇用・所得環境の改善と消費者マインドの安定などを背景に前期比+0.7%と堅調な推移となった。先行きに関してもこうした状況が続くと思われることから底堅い推移が見込まれている。また、設備投資についても、日銀短観や政策投資銀行調査などの各種設備投資アンケート調査で極めて高い伸びが計画されていることなどを背景に上方修正がなされた。

こうした民間内需の強さの背景については、「企業の雇用過剰感の解消が正社員の雇用増などにつながっており、また、企業の設備過剰感の後退が投資マインドの改善につながるとともに、過剰債務の削減一巡によってキャッシュフローの増加が設備投資に結びつきやすくなっている（浜銀総合研究所）」など、バランスシート調整の終息といった構造的な要因を指摘する声が多かった。また、「民需が堅調な背景には、経済の約7割を占める非製造業の回復がついに始まったことがある。（中略）デフレ予想の後退で、非製造業でもようやく売り上げ拡大の見通しが立つようになり、この結果、採用や設備投資を増やしている（BNPパリバ証券）」と、デフレ予想が後退してきたことを重視する意見もみられた。



○2006年度 ～ 安定成長がコンセンサスだが、回復力の見方はやや分かれる ～

このように、景気の踊り場脱却（した・しつつある）については見方はほぼ一致しており、景気回復が当面続くことに関しては異論を挟む余地はない。そのため、今後の焦点は「景気回復の持続性」と「回復力の強さ」に移ってきた。そうしたことを踏まえて2006年度の予測を概観すると、持続性は「あり」、強さは「そこそこ」といった状態が想定されているようだ。

まず持続性についてみてみよう。2006年度の実質GDP成長率予測の平均値は+1.9%と、前回（5月）予測値から+0.2%の上方修正（27機関平均）となった。一般的に潜在成長率とされる1%台半ばを超える成長が今後も続くことが見込まれており、2006年度も景気回復が続くとの見方がコンセンサスだ。具体的には、「日本経済は着実に自律的な回復に向けた動きを強めている。こうした状況のなかで輸出の回復が加われば、よほど大きなショックがない限り、景気が腰折れに至る可能性は極めて低いと考えられる（みずほ総合研究所）」「景気回復期間という観点では結果として『いざなぎ景気』を超える戦後最長の景気回復となる可能性もみえてきた（第一生命経済研究所）」などの記述があった。また、2006年度に関しては2005年度からの景気減速を見込む機関も多いのだが（後述）、そうした機関においても、景気が後退局面に至るとまでは

想定していないようだ。

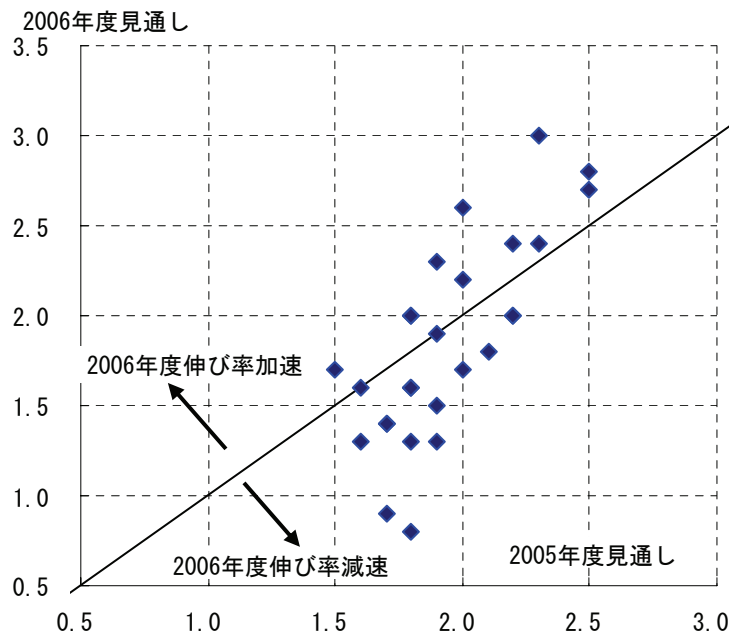
一方、景気の回復力に関しては見方が若干分かれており、予測レンジも+0.8%～+3.0%と比較的広い。2005年度との対比でも、2006年度の成長率が2005年度よりも高まると予測する機関は11、減速すると予測する機関は14、変わらずが2機関と意見が分かれた(計27機関)。

2006年度の伸びが高まると予測する相対的に強気な機関は、構造問題を解消した結果引き続き底堅く推移する内需、堅調に推移する海外経済といった状況を想定し、先行きは景気の拡大テンポが緩やかに増していくとみている。こうした機関は、特に内需の強さを強調する傾向がある。引き続き設備投資が景気を牽引するほか、個人消費についても、各種公的負担増の影響から大きな伸びは見込めないものの、雇用・所得環境の改善がそれを補うことから、目立った減速は予想していない。「2006年度にかけての日本経済は、これまでのような外需依存型ではなく、内需主導型の自律的な景気回復が期待できる(明治安田生命)」

「国内景気は自律的回復の色彩を、緩やかながらも着実に強めている。その結果、日本経済が輸出依存度を低下させる、いわば「輸出離れ」の兆候が見られ始めた点に注目したい(野村證券)」 「日本経済は外部環境の変化に打たれつよい強靱な体質を構築しつつあり、今回の回復は本物と見たい(モルガンスタンレー証券)」といった意見が代表的だ。

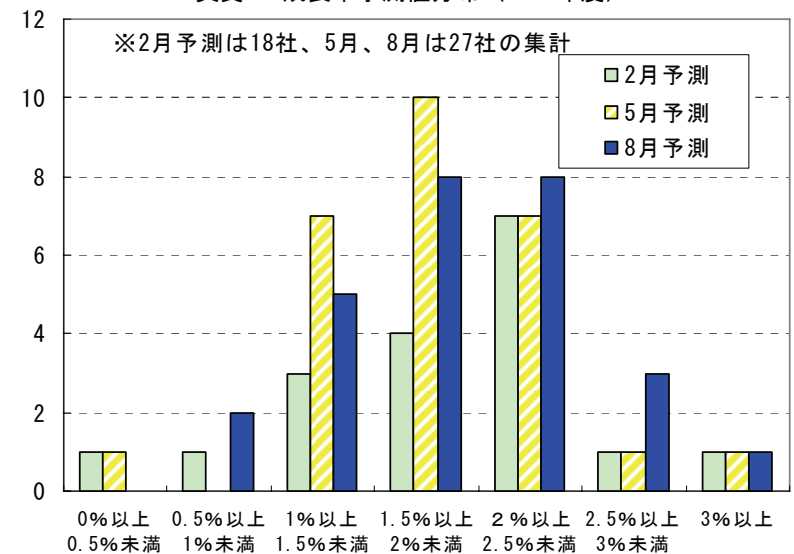
一方、2006年度は2005年度から減速すると予測する相対的に弱気な機関は、内需の強さについて比較的慎重にみる傾向がある。個人消費については、「企業の人件費抑制スタンスは根強く存在する模様で、雇用者所得の改善は緩やかなものにとどまる公算が大きい(大和証券SMB C)」ことに加え、「所得控除の縮小、定率減税の廃止、雇用・年金保険料の引上げといった家計の負担増が重石となり、06年度は伸び率が鈍化する見通し(三菱証券)」と、公的負担増による可処分所得の押し下げもあることから、伸び率の鈍化を見込む向きが多い。設備投資については、原油価格の上昇が企業収益を鈍化させることが下押し材料になるとの指摘が多い他、「今次回復を牽引してきた機械投資の投資率は、足許で過去最高水準

2005、2006年度実質GDP予測値分布



(注) 05、06年度を(1.8%、2.0%)、(1.7%、1.4%)、(2.2%、2.0%)、(1.8%、1.6%)と予測する機関は2社ずつ存在する。

実質GDP成長率予測値分布(2006年度)



に達しており、循環的なストック調整の可能性が高い(大和総研)」「IT製造業部門に遅れて、非IT製造業部門がストック調整局面に入る(住友信託銀行)」と、設備投資のストック調整を懸念する声も聞かれた。

また、海外経済についても慎重な見方をしていることが多く、米国経済が政策金利の引き上げの影響で成長が鈍化するとのコメントが複数あった。「米国景気が成熟局面に入り、2006年にかけては緩やかな減速傾向をたどるとみられる(日興シティグループ証券)」「こうした海外経済の減速に加えて、日本経済の回復やデフレ脱却を織り込んで円高が進むことから輸出が鈍化(ニッセイ基礎研究所)」などの意見が代表的だ。

このように、2006年度の見方の違いは、内需の先行きを判断するにあたって日本経済の構造的な改善をどこまで評価するかといった点についての見解の相違や、海外経済の想定の違いによってもたらされたといえそうだ。

2006年度 経済見通し一覧

2005年8月発表(単位:%)

	社名	実質GDP					名目GDP	CPI(コア)	米国実質GDP
		消費	設備	公共投資	輸出				
1	ゴールドマンサックス証券	3.0	2.3	8.5	▲6.4	7.2	3.0	0.4	
2	モルガンスタンレー証券	2.8	1.9	8.1	▲10.7	12.7	2.9	0.2	4.0
3	ドイツ証券	2.7	1.9	7.4	▲6.5	9.5	2.9	0.7	3.8
4	野村証券	2.6	1.8	9.1	▲6.4	6.7	2.7	0.6	3.2
5	BNPパリバ証券	2.4	1.6	6.4	▲7.8	8.2	2.2		
6	パークレイズキャピタル証券	2.4	2.4	6.1	▲5.2	9.9	2.4	0.6	
7	明治安田生命保険	2.3	1.6	6.6	▲9.1	6.1	2.4	0.4	3.1
8	日本総合研究所	2.2	1.0	6.4	▲6.5	6.8	1.9	0.2	
9	第一生命経済研究所	2.0	1.4	5.6	▲8.2	6.7	1.7	0.6	3.6
10	富国生命保険	2.0	1.5	3.3	▲5.3	7.2	1.7	0.2	3.4
11	JPモルガン	2.0	1.8	6.0	▲9.6	6.8	2.1	0.5	
12	信金中央金庫総合研究所	2.0	1.8	3.1	▲4.0	6.5	2.0	0.3	3.1
13	みずほ総合研究所	1.9	1.3	4.4	▲5.6	6.4	1.6	0.2	3.4
14	農林中金総合研究所	1.8	1.0	5.1	▲5.9	6.4	1.7	0.2	3.1
15	三菱総合研究所	1.7	1.8	3.0	▲5.6	3.3	1.9	0.2	2.9
16	日興シティグループ証券	1.7	1.3	5.0	▲7.7	4.8	1.5	0.3	
17	浜銀総合研究所	1.6	1.0	3.4	▲5.4	5.1	1.1	0.3	3.5
18	東京三菱銀行	1.6	1.0	4.9	▲9.4	5.7	1.0	0.2	3.5
19	UFJ総合研究所	1.6	1.2	1.6	▲4.9	10.5	1.0	0.5	3.6
20	新光総合研究所	1.5	0.8	3.6	▲7.0	6.2	0.8	0.2	3.3
21	大和証券SMB	1.4	0.5	4.4	▲3.8	3.0	0.9	0.1	
22	大和総合研究所	1.4	1.2	1.3	▲4.6	1.6	1.1	0.4	3.1
23	三井トラスト・ホールディングス	1.3	1.2	2.9	▲3.1	3.5	0.9		3.1
24	ニッセイ基礎研究所	1.3	0.6	3.9	▲3.1	3.7	1.0	0.2	3.4
25	住友信託銀行	1.3	1.2	2.8	▲8.2	5.5	0.6	0.1	3.4
26	日本経済研究センター	0.9	0.1	2.7	▲8.7	5.1	▲0.1	▲0.2	2.4
27	三菱証券	0.8	0.9	▲0.8	▲6.5	4.6	0.2	▲0.1	2.2
民間見通し平均		1.9	1.3	4.6	▲6.5	6.3	1.6	0.3	3.3

○ 量的緩和の解除には慎重意見が

消費者物価（コア）については、2005年10-12月もしくは2006年1-3月でのプラス転換がコンセンサスだ。もっとも、安定的にプラスになるという条件を満たすのは2006年度後半になると予想されている。その際、2006年8月に予定されている消費者物価の基準改定の影響を見極める必要があるとの記述も多くみられた。

また、2006年度中の名実逆転を見込む機関も7機関（27機関中）存在したが、未だ少数派であり、2006年度中のデフレ脱却はコンセンサスとはなっていない。

その結果、量的緩和解除に関しても、2006年度後半以降との予想が多かった（最も早い機関で2006年前半。当座預金残高目標の段階的引き下げは2005年内にもあり得るとの見方もあり）。また、「足元、強い経済指標が相次いで将来の経済状態への楽観的な見通しが普遍化した。それでも量的緩和政策への解除への道程は平坦ではない（三菱証券）」「量的緩和解除のハードルは、一般に考えられている以上に高いと判断される（日興シティグループ証券）」と、量的緩和解除の困難さを指摘する声も多かった。

現在のところ、2006年度後半派と2007年度以降派は半々といったところだ。量的緩和解除時期については、想定する経済状況の違いに加え、量的緩和自体の効果や弊害についても様々な考え方が存在するため、未だ明確なコンセンサスは得られていない。

第一生命経済研究所の見通しについては、プレスリリース「2005・2006年度改訂日本経済見通し ～メインシナリオは安定成長が持続、デフレ脱却に向けての最終局面～」をご参照ください。